ST 公司与中国资本市场的行政性治理

杜巨澜[1], 黄曼丽[2]

(1. 香港中文大学 经济系; 2. 香港岭南大学 商学院)

摘要: 伴随着中国资本市场的跳跃式发展,中国的投资者保护的法律基础依然很薄弱。这时,政府的行政性治理就在资本市场发展中扮演着重要角色。作为配额制的补充,ST 制度通过引入退市威胁来解决公司上市后的道德风险问题。鉴于配额制的声誉和激励效应,地方政府出于维护本地企业绩效从而维持本地区股票发行配额的考虑,总是会有动机出手营救或重组其所在地的上市公司。在本文中,我们考察了 1998—2003 年间的中国 ST 公司,发现地方政府总是会千方百计地通过补贴或重组来改善 ST 公司的业绩,这也显示了 ST 制度作为行政性治理机制在中国资本市场发展过程中的特殊作用。

关键词: 中国资本市场; ST 公司; 行政性治理

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A **文章编号:** 1000-5919 (2013) 01-0142-10

一、引言和总论

在过去三十年中,中国金融市场实现了蓬勃发展,但是与之形成鲜明对照的是中国正规的金融法律制度却相对贫乏,执法状况更加不尽如人意 (Allen et al. 2004; Pistor and Xu, 2004b)。这种现象与在金融市场发展问题上的主流思潮"华盛顿共识"明显相悖。按照"华盛顿共识",完善的财产权和投资者权利保护是金融市场发展的一个重要前提。近年来,法律和金融领域的跨国比较研究也表明,法律制度对金融市场的兴起和发展至关重要。这些法律制度主要包括法定的中小股东权利 (La Porta et al., 1997; La Porta et al., 1998) 和法定的强制性信息披露规则及其实施等 (La Porta, et al. 2002)。

当我们考察转型经济国家 (包括中国) 的情况时,我们立即会发现巨大的落差。这些国家都毫无例外地遇到严重的执法失败问题,包括阻吓失败和监管失灵。已有文献描述了这些执法失败给金融市场发展带来的负面效应 (Xu 和 Pistor, 2004)。因此,假如我们将主流的法律和金融理论运用于转型经济情形时,我们会预测金融市场的发展将会因执法失败而举步维艰。然而,中国的情况却与此预测结果并不相符。作为世界上人口最多、经济成长最快的国家,中国的这种异常情况不应该被法律与金融领域的研究所忽略。我们应该追问究竟是什么原因导致中国在如此脆弱的法律制度基础上成功地发展出金融市场。

我们认为中国的金融市场的发展是在充分运用历史遗留的政治和经济管理制度的基础上,通过由政府主导的行政性治理模式取代常规的法律监管模式而取得的。这种行政性治理模式大致包含两个方面。一是由政府主导,利用配额和审批等制度控制企业上市过程,使得相对较好的企业 (主要是国有企业) 能够脱颖而出,获得上市资格,从而在法律制度和执法力度较弱的条件下,一定程度上保证了上市公司的质量,保护了中小投资者的利益。另一方面是由政府监管部门在企业上市后通过 ST 预警和退市等制度来警醒表现不佳的公司,促使其提高业绩,维护中小投资者的利益。这两类政府主导的行政性治理制度在企业上市的一前一后相互配合,相得益彰,在很大程度上弥补了正规金融法律制度缺失引发的漏洞,推动了中国金融市场的健康发展。

对于政府在企业上市过程中的作用,Pistor and Xu (2004b) 和 Du and Xu (2009) 等进行了深入探讨。结合他们的发现,我们认为,配额制是中国对金融市场进行行政性治理的一个核心机制。在这种机制下,中央政府在股票首发 (IPO) 和股票增发 (SEO) 阶段控制着股票发行的总体规模,同时根据不同的省份的情况配给不同的股票发行

收稿日期: 2012-10-26

作者简介: 杜巨澜,男,上海人,香港中文大学经济系副教授,经济学博士。

额度。经验研究表明,中央政府采用了有效的激励机制,实现了以地区上市公司绩效为基础的额度分配激励模式,从而调动了地方政府甄别和推荐优质国有企业上市的积极性,形成了以中央—地方政府架构为依托的分权型证券市场监管体系。在这一体系中,由于对每个地区企业上市额度的配给是由该地区上市公司之前期的综合表现决定的,这自然会使地方政府在前期 IPO 阶段挑选表现较好的公司来上市,因为这可以使其在后期得到更多的上市指标;反之亦然。这一体系同计划经济时代的国民经济管理体系有一脉相承之处。我国自 20 世纪 50 年代的“大跃进”时期开始,逐步改变苏联式中央集权的经济管理模式,赋予地方较大的自主权。到了 60 年代的“文革”时期,这种分权治理模式得到进一步的增强。当然,在当时的历史条件下,这种分权式经济治理由于总体目标存在重大偏差,必然导致经济工作的混乱。可是,这种治理模式一旦延续到改革开放时期,由于党和国家工作重心转移到经济建设这一轨道上来,这种经济治理机制也就可以发挥极大的正面作用了。这样,这一改革前延续下来的行政性治理体系就可以缓解转型期的资本市场阻吓失灵和监管失灵问题。尽管目前僵硬的配额体制已经被“核准制”所取代,但这种对公司上市和股票发行的行政控制在很大程度上依然存在。

一系列经验证据显示,配额制和审批制作为行政性治理体系的一种核心机制,在公司上市的挑选方面可以有效地利用中国业已存在的党政机构来达到治理目的。同时,由于这种机制又是建立在现存的地方竞争基础之上的,为了进入中央控制的权益资本市场,配额制可以进一步强化地方之间的竞争,正是这种竞争机制成功地使国有企业和地方政府寻求和产生出他人无法得到的内部信息。同时,声誉和激励效应也在促使地方政府在审查企业时会挑选有较好业绩的国有企业来上市,这就有效地减少了在 IPO 阶段的逆向选择问题。

然而,配额制或审批制在约束公司上市之后的行为模式方面显得力不从心。尽管动态激励机制能在一定程度上促使公司管理层自律,促使地方政府协助监管所辖企业,但是这种激励的效力毕竟有限,加上法律层面对上市公司的违纪违规行为的认证效率和处罚力度都显得不足,因而配额制难以胜任对已上市公司的监管。事实上,在上海和深圳证券交易所中,超过 90% 的上市公司的违规行为是在上市之后发生的,而其中 64% 的公司违反了信息披露要求 (Du and Xu, 2009),在上市后日益恶化的公司治理也反映出地方政府在持续监控上市公司方面面临重重困难。已上市公司的监管也遇到了缺乏对业绩不良公司进行惩治的可信承诺问题,当上市配额是中央政府与地方政府协商的结果时,让一个业绩不良的公司退市也许会遇到许多来自地方政府及公司本身的抵制。

正是在这一系列背景之下,上市公司的特别处理 (ST)制度应运而生。中央政府于 1998 年 4 月开始实施 ST 制度,对财务状况或其他状况出现异常的上市公司股票交易进行特别处理。在这一制度下,当一家上市公司出现某些不正常现象导致投资者在判断该公司的前景上有困难时,上海和深圳证券交易所就将其归入 ST 类公司。显然,当一家公司处于 ST 地位时,必然对其股价有负面影响,故而将其股价波动限制在 5% 的幅度之内,更重要的是,假如标记 ST 的股票持续一年以上显示亏损,这家有 ST 标记的公司在 2002 年 PT 制度废除以前,将被进一步降级为 PT 公司,而在 2002 年 1 月 1 日后,将面临直接退市的危险。

从理论上说,ST 制度具有加强对上市公司监管的作用。首先,ST 制度有利于提醒中小投资者注意某些企业的投资风险,保护投资者的利益。这在信息披露机制不健全的新兴市场尤为重要。其次,ST 制度有利于增强政府监管部门处罚不良企业的决心和可信度。通过将一家持续业绩不良的公司列为 ST 公司,一旦该公司运作出现持续恶化,中央主管当局将兑现他们使公司退市的承诺,从而也使他们自己的审查行为置于公众监督之下,这样就有助于强化公司退市威胁的可信度。

更重要的是,ST 制度对地方政府传递了重要的预警信息,表明某些在该地方政府的管辖之下的上市公司已经出现了严重的经营问题,这对该地区未来的上市额度审批势必造成负面影响.中央政府正是利用了这种地方竞争机制来警示和激励地方政府拯救并重组 ST 公司。

一旦接到 ST 信号,地方政府就会将更多的资源投放在监控、营救那些面临失败的 ST 公司上,这常常有助于公司治理的改进,从而使 ST 公司在将来某个时点摆脱 ST 状态。这样做的结果是,中国上市公司的活力及经营业绩得以维持。我们的经验分析探讨了地方政府的重组活动比如大股东变更、CEO 的更换以及地方政府的营救行动(比如地方政府对 ST 公司的额外补贴和总体支出)对 ST 公司脱帽和公司业绩的影响。我们的研究

结果显示，这些地方政府的补贴和各种重组活动一样都能有助于 ST 公司治理的改进，这证明了 ST 制度作为一种行政性治理机制在维持中国股票市场的生机与活力方面所具有的正面效应。

总体而言，我们认为 ST 制度是中国金融市场行政性管治体系中的一个重要机制，它是配额制和审批制等的核心机制的一个有效的补充和辅助手段，它在很大程度上弥补了配额制等对企业上市后监管力度不足的缺陷。

既然 ST 制度是一个仅存在于中国股市的独特机制，在成熟的证券市场中并无对应机制，因此关注这一制度的文献不多。Bai 等人（2002）经由检验围绕 ST 事件的累积性超额股票收益来估计公司控制权的价值。Ning and Zhang（2004）则分析了 1998 年 26 个 ST 上市公司，得出的结论认为 ST 政策对公司治理而言，并没有想象中的有效。张念群等（2003）搜集了中国金融市场上大约 20 个典型的 ST 公司和 PT 公司的案例并对其作了较为全面的分析，提供了一个丰富的真实世界的重组案例集。

在本文的研究中，我们截取了 1998—2003 年间 ST 制度运行和 ST 公司的现实情况。对这一历史时期进行考察颇有意义，因为在这一段时间中，我们按照西方模式建立的公司治理和对资本市场的政府监管体系还只是初具雏形或尚在酝酿筹备阶段，对公司上市和运行的监管主要依靠上市过程中的配额制和上市后监管中的 ST 制度这些行政性治理机制，对该时期的 ST 制度进行研究，将有助于我们探究二者之间如何相互配合、共同提高行政性治理水平，以弥补投资者保护法律基础薄弱所导致的制度缺陷。

二、中国的 ST 制度和 ST 公司

从 1998 年开始，上海和深圳证券交易所开始实施 ST 制度。据《上海证券交易所股票上市规则》和《深圳证券交易所股票上市规则》之规定，上市公司出现财务状况异常或者其他异常情况，导致其股票存在被终止上市的风险，或者投资者难以判断公司前景，投资权益可能受到损害的，交易所将对该公司股票交易实行特别处理。按照中国证监会（CSRC）引入的“退市机制”的有关规定，假若一家上市公司具有以下特征，就极有可能面临退市：(1)连续两个会计年度负毛利；(2)股东持有的普通股价值低于注册资本（股份的票面价值）；(3)当查核上市公司的财务报告时，审计师出具了负面意见或保留意见；(4)一个公司的财务状况被证券交易所或中国证监会认定为不正常。根据这些规定，沪深交易所做出了特别处理的基本准则。

总体来说，特别处理包含两种类型：退市风险警示特别处理和其他特别处理。上市公司出现以下情形之一，其股票交易将被实行退市风险警示特别处理：(1)最近两年连续亏损，即最近两年年度报告披露的当年经审计净利润为负。(2)因财务会计报告存在重大会计差错或者虚假记载，公司主动改正，或者被证监会责令改正后，对以前年度财务会计报告进行追溯调整，导致最近两年连续亏损。(3)因财务会计报告存在重大会计差错或者虚假记载，被证监会责令改正但未在规定期限内改正，且公司股票已停牌两个月。(4)未在法定期限内披露年度报告或者半年度报告，公司股票已停牌两个月。(5)处于股票恢复上市交易日至恢复上市后第一个年度报告披露日期间。(6)在收购人披露上市公司要约收购情况报告至维持被收购公司上市地位的具体方案实施完毕之前，因要约收购导致被收购公司的股权分布不符合《公司法》规定的上市条件，且收购人持股比例未超过被收购公司总股本的 90%。(7)法院受理关于公司破产的案件，公司可能被依法宣告破产。(8)证券交易所认定的存在退市风险的其他情形。

上市公司出现以下情形之一，其股票交易将被实行其他特别处理：(1)最近一个会计年度的审计结果显示其股东权益为负。(2)最近一个会计年度的财务会计报告被注册会计师出具无法表示意见或否定意见的审计报告。(3)申请并获准撤销退市风险警示特别处理的公司，其最近一个会计年度的审计结果显示主营业务未正常运营，或扣除非经常性损益后的净利润为负值。(4)由于自然灾害、重大事故等导致公司主要经营设施被损毁，公司生产经营活动受到严重影响且预计在三个月以内不能恢复正常。(5)公司主要银行账号被冻结。(6)公司董事会无法正常召开会议并形成董事会决议。(7)中国证监会根据《证券发行上市保荐制度暂行办法》第七十一条，要求证券交易所对公司的股票交易实行特别提示。(8)证监会或证券交易所认定为状况异常的其他情形。被特别处理的股票，股票报价的日涨跌幅度限制为 5%。

截止到 2003 年 8 月，总计有 165 家公司沦为 ST 公司，而这其中有 135 只股票被标记为 ST，30

只股票则被标记为 * ST,①以揭示其面临的特殊风险;有 64 只股票曾被标记为 ST 股票,但在经过拯救后成功地摘掉了 ST "帽子";而另有 101 家公司则被降级为 PT 或从被 "特殊处理"一年以后最终被要求退市②。

ST 制度旨在敦促公司管理者努力提高公司竞争力、保护投资者利益。同时,在很大程度上,ST 制度作为一种行政性市场管制方法,是中央证券市场监管者代表中央政府引导地方政府来监管和改善上市公司的方法。当一家公司被列为 ST 公司后,将受到市场监管者与投资者更为严格的监控。同时,ST 公司会引致一系列公司重组行动,在此过程中,地方政府往往发挥了主导作用。

首先,地方政府有强烈的动机发起 ST 公司的股权重组。在配额制度和审批制度下,上市配额作为一种珍贵而稀缺的资源,按一定标准被分配给各个地区,这些标准包括区域发展水平、与中央政府之间的关系以及该地区的上市公司以往的经营业绩等等。每年中央政府确定该年度上市公司被允许向公众发行的股票总数。然后,各省政府将与相关的中央政府部门协商本地区的配额大小。地方配额分配之后,被选中的公司需要通过一项单独的审批程序。配额制度引起了地方政府之间为争夺上市配额的激烈竞争。因此,当一家上市公司成为 ST 公司时,地方政府考虑到其将可能因此而 "丧失颜面",更为重要的是将失去一条有价值而低成本的融资渠道,便会积极地开展援救行动。通常,地方政府会促使控股股东提出一套可信的重组方案,或是放弃其控制权并将之转移给所提出的重组方案更能令人信服的第三方。

其次,稀缺的配额与数量限制造成了大量的公司上市权的经济租,这被称为 "壳"价值。此种 "壳"价值主要在于通过其可以进行低成本的股权融资。因此,ST 公司的大股东愿意通过公司重组来保留此种 "壳"价值。

再次,由中央政府对股票发行进行严格的控制使得许多公司无法在证券市场上市。获得一个 "壳"是许多并无政治影响力的公司进行股权融资的唯一途径。ST 公司因其具有 "壳"价值而对这些公司具有相当大的吸引力。正如 Bai 等人 (2002)所指出的那样,此种超额收益反映了 "壳"的价值,换言之,外部代理商愿意付出此种溢价以获得公司的控制权。此外,我们的研究结果表明,股权重组方案对改善公司的经营业绩确实起到了一定作用,因此,ST 公司的重组活动可以解释此种累积性超额收益。

大部分 ST 公司在被归为 ST 公司之后的短期内便会重组。根据张念群等 (2003)的观点,重组方案可以分为两类:股权重组与资产重组。股权重组是指与股权转让和股权收购相关联的重组活动。资产重组则是指与资产置换、资产收购和资产清算有关的重组活动。③ 在大部分案例中,资产重组是大规模进行的,主要受控股股东的动机所驱使。资产置换包括向大股东出售劣质资产并同时从大股东处购买等量的优质资产。优质资产与劣质资产之间的价值差额一般由其股东加以免除,这意味着 ST 公司通常能够免费获得优质资产。此外,大股东还同意免除 ST 公司对其拖欠的债务,以便 ST 公司在下一财务年度中的净利润能够达到正值。

ST 张家界 (000430)提供了一个范例。该公司以包括应收账款、其他应收款项、预付款和投资证券等在内的一亿四千八百万元不良资产,置换了它最大股东的二亿二千七百万元优质资产,且未向最大股东支付差价,并且公司二千万元的债务负担亦被免除。因此,张家界在 2003 年取得了一千七百三十八万元净利润,每股收益 0.095 元,成功摘掉了 ST 的 "帽子"。

然而,大部分 ST 公司的股东无法承受如此沉重的负担。因此,在所有重组案例中,股权重组的采用更为频繁,这意味着负有义务的股东向希望通过获得 "壳"资源在证券市场上市的另一家公

---

① "ST 警示制度"于 2003 年 5 月 1 日开始实行,该制度将带有明显退市危险的股票标记为 * ST,以揭示其面临的特殊市场风险,一般这些股票有以下特征: (1)连续两年亏损; (2)存在明显的会计错漏或在财务报表上有舞弊记录,且没有在一定时期内改正,或在纠正错误后出现连续两年的亏损。由于 * ST 制度并非我们研究的焦点,所以我们没有将其与 ST 制度做出严格区分。

② 在 2002 年 PT 制度废除之前,ST 公司将有可能进一步被降级为 PT 公司;而在 2002 年 1 月 1 日后,ST 公司则直接面临退市危险。

③ 债务清理可被视为除股权重组和资产重组之外的另一种重组方式。然而,由于其在现实的案例中采用较少 (在 1998 年至 2003 年间的上海与深圳证券市场上仅有 16 支股票经历过债务清理),且在我们所研究的 ST 公司样本中未曾采用,因此在本文中不作过多探讨。

司出售其股权。根据CSMAR数据库的统计，从1998年至2003年，在上海证券交易所的所有上市公司中，1063家公司（占上市公司总数的70%）发生了股权转让和股权收购，但仅有458家公司发生了资产收购。深圳证券交易所的比例也与此相似，共发生了586起股权重组。伴随着股权重组，兼并与收购（M&A）也频频发生，在许多案例中还发生了CEO的更换与大股东变更等事项。在本文中，我们将更多地关注发生在ST宣告之后的股权重组活动。

更为重要的是，地方政府在公司重组中所扮演的角色与影响也应加以考虑。地方政府有时会通过分配其控制的资源并使用政治权力以援救ST公司。例如，一些地方政府担当中介以发起和安排收购交易；另一些地方政府则向ST公司的主要债权人或国有贷款方施加行政压力使其免除公司债务；一些地方政府动用财政收入去购买ST公司的产品；而另一些则直接向ST公司提供更多的补贴。

三、样本选择和数据描述

为确定1998年至2003年间的ST公司，我们使用了WIND信息系统。WIND数据库涵盖了在上海和深圳证券交易所上市的所有公司，并且包含了股价信息以及重要的公司新闻事件。我们就1998年至2003年8月间作出的ST公告在WIND数据库中进行了检索，确定了165家ST公司，其中135家公司的股票被归为ST，30家公司的股票被归为*ST以揭示其特殊风险。

我们通过Sinofin和CSMAR数据库获取了在ST公告后两年内经历重组的公司名单。Sinofin是北京大学中国经济研究中心（CCER）开发的一个金融经济数据库，而CSMAR是深圳国泰安信息技术公司开发的金融数据库。我们发现165家ST公司中有125家在被列入ST行列后的两年内进行了重组，我们同时还可以发现很多跟重组有关的信息，如重组方式、CEO替换、控股股东变更和股东所属省份的变动等。另外，公司运营业绩的相关数据来源于Bloomberg数据库；这是一个提供实时归档的金融市场数据和定价信息的领先数据库；而证券行情数据和市场指数行情数据都来自雅虎网（Yahoo.com）。

根据CSMAR数据库的行业分类，我们把上市公司归入六大类行业：工业、综合、金融、商业、房地产和公用事业。这165家ST公司大部分是工业企业（108家，占比65%），另有14家商业公司（8.5%），9家主营房地产（5.5%），7家属于公用事业（4.2%），没有一家属于金融行业。就省份分布而言，广东拥有最多的ST公司（34/165，21%），很显然是因为广东的上市公司数量最多。其他ST公司在10家以上的省份（含直辖市）包括：上海（20），四川（14），辽宁（13），山东（11）和海南（10）。在被划为ST公司后，165家ST公司中的64家（40%）能够在一年内成功摘除ST帽子，101家原地徘徊或者最终被剔除出证券市场。

为了研究ST公司的状态是否跟其被列为ST的原因有关，我们根据这些ST公司的不同成因进行了分析。ST的最普遍原因是这些公司连续两个财政年度亏损（95/165，57.6%）（原因1），随之而来的第三年的审计结果表明股东净资产低于注册资本（62/165，37.6%）（原因2）。另外有24家公司（14.6%）因为审计人员作出了消极评价或声称他们无法给予评价而被列入ST行列（原因3）。还有17家公司（10.3%）是因为它们的财务状况被证监会（CSRC）视作异常而被ST（原因4）。值得注意的是，根据ST理由作出的不同分类往往有重合，因为有些公司是由于不止一个原因而被ST的。

大概有一半因为原因1而被ST的公司最后成功摘帽。和占总数60%的继续保持ST地位或最终退市的ST公司相比，它们更有可能摘帽。原因3和原因4导致的ST公司似乎存在相当严重的问题从而很可能被剔除出股市。这样的结果是可以预见的。因为原因1和原因2导致的问题更容易解决或通过业绩改善、盈余管理和积极的重组活动等来掩饰。根据Sinofin和CSMAR数据库提供的信息，我们获得了125家公司（占样本76%）在ST后两年内进行重组的证据。根据我们前文进行的重组分类，我们发现125家公司中有75家（60%）进行了股权重组即股份转让和股权购并，另外50家公司（40%）进行了资产重组如资产置换、资产购并和资产清理。① 在我们的调查中没有发现有公司进行了债务重组。我们样本中进行了股权重组的75家公司中，23家发生了控股股东变动，30家更换了CEO，45家的股份

① 对于进行了不止一次重组的公司，如果后续的重组是一年内进行的并且首次公告日期是在样本里的，我们就把几项重组合并为一项，因为我们认为这是最符合拯救ST公司的目的的。

在位于不同省份的前两位控股股东之间转让,只有小部分 ST 公司 (7/75)在重组期间变更了主营行业。在 23 个股权重组案例中,股份购买方是私人公司;并且在 14 家公司中股份购买方最终成为了控股股东。

为了探索究竟什么因素可以帮助 ST 公司成功摆脱困境,我们比较了不同情形下的成功摘帽公司的数量。首先,我们把样本分为两个部分,即进行了股权重组的和没有进行股权重组的,以证明是否股权重组计划影响 ST 公司摘帽的可能性。在 140 家含有重组信息的非 B 股公司中,75 家在被指定 ST 后进行了股权重组,令人惊讶的是其中只有 24 家一年后成功摘帽。这个比例比没有进行股权重组的 ST 公司低。尽管如此,这一结果并不必然意味着股权重组对 ST 摘帽的可能性起到消极作用。我们仍需要考虑其他变量来得出较精确的结论。

其次,我们调查了 ST 公司摘帽是否依赖于重组的内容。我们考虑了下列变量:CEO 替换、控股股东变动、公司最大股东所属省份的变化以及股份购买方是否为私人公司以及是否事后控股。需要特别指出的是,在进行了 CEO 替换的 30 家公司中,有 8 家成功地在一年内摆脱了 ST 地位。7 家通过重组改变公司经营行业的公司中只有 1 家摘帽。就省份变动而言,45 家只有 14 家在一年后摆脱了 ST 地位。结果显示,至少通过描述统计判断得出,CEO 的变更、产业变更和省份变更对重组并非有用。然而,如果收购者是私人企业,则有一半以上 (12/23)的公司成功地在一年后脱离了 ST 状态。同时,如果最大的股东发生变更以及如果收购者成为控股股东,那么也有较大成功的可能性,其比例分别为 10/23 和 6/14,这说明公司管理团队的变更对公司的运作有较大的影响。

总而言之,股份重组行为和其他发生变更的因素是否对 ST 公司的状态产生影响在描述统计中并不清楚。我们仍然需要通过控制其他因素来考虑这个问题。

四、对 ST 事件的市场反应——事件研究

摇摇为了考察市场对公司被 ST 的反应,我们使用一个标准事件研究方法来计算超额收益率 (abnormal return)。如下所示,我们采取市场模型来计算正常收益率:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \eta_{it} \quad (1)$$

其中,α_i 是截距项,表示该时段未被市场解释的平均收益率;β_i 是贝塔系数,衡量公司收益率对市场收益率变动的反应,显示公司的市场风险;η_{it}是时间 t 时的误差项,其均值为零 (zero mean),方差为常数 (constant variance) σ_i^2。

超额收益率 (AR)是事件窗中股票的实际收益率减去同一事件窗中股票的正常收益率,其中正常收益率是指如果没有发生该事件,人们希望得到的收益。它可以表示为:

$$AR_{it} = R_{it} - E[R_{it}/X_t] \quad (2)$$

其中 AR_{it},R_{it}和 $E[R_{it}/X_t]$是公司 i 在时间 t 的超额收益率、实际收益率和正常收益率。X_t 是正常运作模型的条件信息。为了显示 ST 公告在一段时间内的累积效应,我们计算累计超额收益率,它可以表示为:

$$\overline{CAR}_{T1T2} = \sum_{t=T1}^{T2} AR_t, [T1, T2] \subset [-20, 20] \quad (4)$$

摇摇我们在这部分通过计算 ST 公告日前后的超额收益率和累积超额收益率来考察市场对 ST 事件的反应。

在根据时间、地域和上市公司的交易数据的可得性进行数据筛选后,我们的事件研究调查涵盖了 165 家 ST 公司。然而在计算事件窗里的超额收益率前,我们需要对股票价格数据进行进一步的研究。我们通过要求公司具有 ST 公告日前后两年内完整的股票报价数据来对我们的原始样本进行筛选。我们基于以下两个原则来排除一些公司:第一,在 ST 公告事件以前或以后,那些股票有很长时段的未交易天数以及那些在 ST 事件发生前股票发行少于一年的公司将被排除出样本,因为我们无法得到我们需要的准确的超额收益率;第二,一些公司在交易后退市,以致我们无法适当地找到在事件前后他们的股票价格。① 由此产生出 130 家公司作为事件研究分析所使用的最终样本。

我们用市场指数收益率来代表市场收益率。我们选择上海综合指数和深圳成分指数这两个广泛使用的指数作为市场指数的代表,它们的数据也是从 Yahoo 获得的。

我们主要研究对 ST 事件的短期和长期的市

① 这些公司选自我们 ST 具体事件研究样本。

场反应。要观察短期反应,我们计算了在一个短期窗口中,也就是在 ST 事件发生前 20 日至该事件发生后 20 天内的超额收益率。公司贝塔系数的估计窗口是 -120 天到 -21 天。日期 0 是 ST 公告日。我们使用市场模型来计算超额收益率。我们发现在事件窗 [-20,20]中的大多数日子里每日标准化超额收益率呈负数以及具有显著的 Z-统计值。值得注意的是日期 0,也就是公告日。在那天,不仅超额收益率跌至整个周期的最低水平(-1.5%),而且 Z-统计值也在 1% 的水平(-16.64)最显著。它表明 ST 公司在公告日超额收益率呈负值最为显著。整个事件窗的平均超额收益率为 -0.24%,标准差为 0.47%。因此我们不能否认平均超额收益率为 0 的假设。如同我们在文献综述中介绍的那样,在西方发达的市场里,超额收益率呈负值类似于对退市公司的消极反应。我们相信超额收益率呈负值显示出市场仍旧将 ST 事件视为坏消息,并对该消息从一开始就产生负面的反应。

然而,当我们研究一个较长期的事件窗口时,我们发现市场对 ST 公司前景的预期在一段时期后转趋积极。如同 Bai et al.(2002)所做的,我们采用每周收益率数据计算累计超额收益率。我们仍然在剔除了那些缺少数据的公司后保留了 130 家公司。该事件窗大约持续 10 个月左右,从 ST 公告日起的第 10 周到第 48 周,i. e. [+10,+48]。贝塔系数估计窗口是从 ST 公告日之前第 60 周至 ST 公告日起的第 10 周,i. e. [-60,+10]。在发生 ST 事件后的 10 个月内,全部样本的累积超额收益率的平均数高达 9.67%,中位数为 10.1%,标准差为 36.2%,该累积超额收益率发生了很大的变化。最低的累积超额收益率为 -38.5%,而最高则达到 150.6%。

最后我们比较了使用不同重组方式的 ST 公司的累积超额收益率的平均数。我们发现使用股权重组的 ST 公司的平均累积超额收益率为 10.28%(36.79%),而不使用股权重组的 ST 公司的平均累积超额收益率为 9.07%(35.83%)。从描述性统计表中,我们难以清晰地看出采用不同重组方式是否对市场反应产生不同的影响。

五、累积超额收益率和重组行为之间的关系

摇摇在上面一节中,我们已经得出自 ST 公告日起的 10 个月内累积超额收益率为正值。在这部分,我们将对累积超额收益率进行横截面分析。我们主要试图阐述两个问题:

第一,我们要研究 ST 事件后公司的重组行为是否会对 ST 公司产生不同的影响。我们着重考察股份重组和资产重组两类行为。股份重组包括股份转让和股份收购,而资产重组是指资产处置,资产收购和资产重置。我们定义两个虚拟变量即股权重组(Share-restructuring)和资产重组(Asset-restructuring),如果与 ST 公司发生重组有关,这两个变量取值 1;如果不是,等于 0。

第二,我们试图找出引起不同公司超额收益率差异的其他因素。在重组过程中,公司的 CEO 或最大的股东经常发生变更。一般来说,管理团队在公司发展中起着相当重要的作用,这些变更很有可能改善企业运作性能。同时,因为上市配额对每个地区来说都是宝贵的,因此除非找不到更好的方法来拯救公司,通常情况下地方政府不希望失去上市公司。

如果公司的控制权从一个本省的某一股东转手给外省的另一个股东的话,那么这也提供了一个信号。因为地方政府通常会有很强的动力在自己省份的公司中安排重组,这样他们就能维持上市配额和融资渠道。一般而言,只有在本省无法找到好的买家,地方政府才会准许外省的买家进驻和掌控本地的上市公司。

由于中国私有企业更加受利益最大化的驱动,他们控制下的企业更有可能比国有企业运作地好。因此我们把所有权状况纳入考虑的范畴,作为一个虚拟变量,当买家为私有企业时,变量取值 1;否则为 0。

每个公司的累积超额收益率是被解释变量,解释变量包括反映不同重组方式的虚拟变量(Share-restructuring and Asset-restructuring),CEO 的变更(CEO-change),最大股东的变更(Largest-change),ST 原因(ST-reason),产业(Industry),买家是否是私有企业(Buyer-private)等等。为了控制来自不同经济发展水平省份的政府动力或影响的不同,我们把几个反映不同省份经济发展状况的变量也放入回归方程中,例如地区国民生产总值(GDP),政府支出(GE)和失业率(Unemploy-rate)等等。我们采用加入反映省份固定效应的虚拟变量来控制每个省的其他不可控因素。

同时,为了要研究每个省份上市配额对该省 ST 公司市场反应的影响,我们定义了一个变量 Quota,即上市公司的数量除以每个省的公司总数。由于各地对上市公司配额存在超额需求,上

市配额显得异常珍贵。因此,我们可以合理地假设每个省将充分利用上市配额,从而上市公司的数量能够大致反映配额分配的数量。因为上市配额与每省经济规模和公司数量有关,我们通过除以该省公司总数来控制该因素。①

地方政府拯救 ST 公司的一个主要手段是直接的财政补贴。为了研究政府补贴的作用,我们引进两个变量:Subsidy-ST-yr 和 Subsidy-1yr-after,分别是指公司在成为 ST 公司的当年和此后 1 年里,利润表中显示的政府补贴数值。我们有兴趣去了解,政府补贴的水平是否对公司在成为 ST 公司的当年和此后 1 年中对该公司摘掉 ST 帽子产生作用。

我们首先考察了资产重组的回归模型。我们发现资产重组对 ST 公司的市场运作并未产生显著的影响。我们进而研究股份重组对 ST 公司运营的作用。因为篇幅限制,我们省略了显示回归结果的表格。变量股份重组 (Share-restructruing)呈现出显著的正向估计系数 (0.159 和 p-value 0.043),显示证券市场对 ST 公司采用股份重组的行为有正反应。该结果支持了我们的假设,即股份重组 (即股份转让和股份收购的重组行为)对 ST 公司具有正效应。实际上,我们可以合理地解释该结果。鉴于投资者往往对 ST 公司有新买家或者 ST 公司发生合并的事项持积极态度,投资者希望这给公司带来令人鼓舞的改进,从而帮助该公司走出 ST 境地。

首席执行官变动 (*CEO-change*)的正相关效应 (0.06 及 p-value 0.046)非常显著,表明更换 CEO 的 ST 公司通常可以获得更大的累积超额收益。这也许是因为投资者相信新的管理层在正常情况下能够带来新的管理运营方式,进而提升公司的经营业绩。象征大股东变动的虚拟变量虽然也是正系数 (0.032 及 p-value 0.42),但未达到统计上的显著水准。这表示大股东变更不如 CEO 变更带来的影响大。既然大家认为中国私企的效率通常高于国有企业,我们也把描述买方是否为私有企业的虚拟变量 "买方—私有 (*Buyer-private*)" 包括在内。然而,其估计系数不显著 (0.04 及 p-value 0.63)。这说明私有企业控股能够带来更好的市场反应这一假设并不成立。

代表宣布特殊处理当年政府补助水平的 "当年补贴水平 (*Subsidy-ST-yr*)" 的估计系数是负的,但统计意义上不显著 (– 0.021 及 p-value 0.518)。有趣的是,"次年补贴水平 (*Subsidy-1yr-after*)",即宣布特殊处理次年政府的补助水平却产生了正向作用,而且显著水平为 10% (0.061 及 p-value 0.077)。这说明政府补助在激活公司绩效和提高投资者对公司商业运作前景的信心等方面发挥了重要的作用,证券市场对政府帮助 ST 公司摆脱特别处理困境之拯救努力有积极反应。

现在让我们看一下省市方面的经济变量。政府支出 (Government Expenditure)是正系数,显著水平为 5% (0.006 及 p-value 0.04)。我们相信这加强了我们对于政府补助作为政府支出的一部分能够帮助提高 ST 公司的市场表现的结论。省级 GDP 水平也对市场反应有积极的影响,统计数据上具有 10% 的显著性 (0.002 及 p-value 0.1)。这表明投资者对来自经济发达省市的 ST 公司的前景更为乐观。

总体上看,横截面分析 (Cross-sectional analysis)结果表明,特别处理事件之后的股份重组通过提升被重组公司的经营管理而对 ST 公司的价值具有正效应。

六、特殊处理与重组活动的关系

在本部分中,我们用概率模型 (Probit model)来看哪些因素对于帮助 ST 公司在一年内成功结束 ST 状态发生作用。我们用虚拟变量 STOFF 来反映特别处理状态的改变 (1 = 从 ST 摘帽,0 = 退市或保持 ST 状态)。我们采用 STOFF 作为被解释变量。如果 ST 公司一年内摘帽,该变量为 1,否则为 0。② 同样,解释 CARs 差异的变量也能够解释大股东或地方政府摘帽的动力有多强及他们最终成功的可能性有多大。我们用虚拟变量股份重组和资产重组来研究是否摘帽的可能性与重组方式之间的关系。与前一部分相同,我们也把其他变量包括进来,如 CEO 变动,最大股东变化,买方为私有性质,特别处理原因,产业,当年政府补助水平,次年政府补贴水平,配额与省市经济水平指标 (GDP,失业率,政府支出)等,看看他们是否会影响摘帽的可能性。

我们首先研究资产重组活动对 ST 公司摘帽可能性的影响,发现它们具有正向但微不足道的影响。从虚拟变量股份重组呈现正值估计系数

① 每个省份的公司数量可以从《中国统计年鉴》上获得。

② 有些公司一年后的状态信息无法找到。这些公司由于数据丢失而被排除在样本之外。

（1.065 及 p-value0.05）并且具有 5% 的显著性来看，我们可以得出这样的结论：股份重组能够帮助 ST 公司摘帽。虚拟变量 CEO 变动的估计系数是正的并且具有显著性（0.24 及 p-value0.038），意味着如果 ST 公司更换他们的核心管理者，他们将更有可能结束特别处理状态。当年政府补贴水平生成负系数（－0.023 及 p-value0.031）而且在 5% 水平上显著，而次年政府补贴水平的正效应（0.043 及 p-value0.03）也具有 5% 的显著性。这意味着特别处理当年政府的补贴水平越高，公司摘帽的可能性越小；而特别处理次年政府的补贴水平越高，公司摘帽的可能性越大。特别处理原因 3 和特别处理原因 4 的估计系数都是非常显著的负值（－1.917 及 p-value0.007 和 －1.973 及 p-value0.028）。这表明那些由于非运营因素比如审计师评价消极或不发表意见（特别处理原因 3），和由于重大事件或法律问题而被停止运营（特别处理原因 4）的 ST 公司摘帽的可能性比较小。这些结果是合理的，因为非运营性问题与提升运营表现相比通常更难解决，后者可以通过重组，盈余管理或政府补贴解决。

此外，我们还考察了股份重组对 ST 公司会计收益率的影响，从而认识股份重组通过帮助公司提高运营业绩使 ST 公司摘帽的原理。在研究中，我们选取了五项金融业务指标：总收入、运营收入、总资产、运营现金流、股东资产净值的负债净额，也就是杠杆借贷比率。我们发现 ST 公司在股份重组后，会计业绩表现有所提高。同时，将 CEO 的变动、大股东的变更、私人购买者与大股东的变更等因素考虑进去后，我们能明显地观察到伴随 CEO 的替换、大股东的变更以及私人股权购买者的重组活动对于提升运营业绩很有帮助。这些重组行动帮助公司脱离 ST 境地，因此市场对于有股份重组计划的 ST 公司有正向反应。

七、结摇论

作为股票退市的警示信号，特别处理（ST）制度是存在于中国股票市场的另类特殊的行政性治理机制，在其他发达证券市场中并不存在此类制度。我们着重考察了股权重组和政府援助对 ST 公司改善业绩从而摆脱 ST 境地的正面效应。应该说，ST 制度对于保护中小投资者利益，促使地方政府和 ST 公司改善业绩起到了一定的作用。然而，显而易见，ST 公司的业绩的改善往往不是真正通过改进其经营管理来实现的，而是通过大量的短期行为，比如依靠控股股东输血、仰赖地方政府补贴等手法而实现的账面业绩提升，因此该业绩改善是否有可持续性依然是一个值得进一步探讨的问题。

对于 ST 制度的评价，需要结合中国金融市场发展的历史条件和制度背景来进行。在中国由集中计划经济向市场经济转型的制度约束条件下，司法系统和政府的监管系统仍然不够健全，难以承担起保护投资者和监督企业管理层的重任。在此条件下，中国利用现有的中央政府和地方政府在国家经济治理过程中形成的分权治理模式，构建了证券市场的分权治理与监管体制，中央政府和中央监管部门利用地方政府对企业的管辖权，通过政治和经济的激励机制，调动地方政府协助中央进行上市公司的挑选和监督工作。ST 制度和股票发行市场中的配额制正是这一行政性治理体系的两个重要的支柱性治理机制。ST 制度正是有效利用了地方政府往往对其管辖范围内的上市公司具有极大的政治和经济利益的特点，诱导地方政府配合中央政府去有效监管和治理上市企业；而一旦上市公司真的发生问题，地方政府也有动力去重组和拯救那些境况不佳的 ST 公司。ST 制度和股票首次发行市场的配额制度相互配合，在中国资本市场法律不完备、不健全的条件下，可以在一定程度上保证上市公司的质量，从而保护广大中小投资者的利益。

参考文献：

[1]摇Allen, Frankin, Jun Qian, and Meiun Qian. 2004. Law, Finance, and Economic Growth in China. Journal of Financial Economics, 77: 57－116.

[2]摇Bai C. E, Q. Liu and F. Song (2002), The Value of Corporate Control: Evidence from Chinese ST Firms, working paper.

[3]摇Du, Julan and Chenggang Xu (2004), Law, Finance and Administrative Governance: Evidence from Chinese Stock Markets, working paper.

[4]摇Hotechkiss E. S and R. M. Mooradian (1997), Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms, Journal of Financial Economics, 43: 401－432.

[5]摇Ning, X. D. and H. W. Zhang (2004), Is Special Treatment policy useful for Corporate Governance, working paper.

[6]摇LaPorta P. R., F. L. D. Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny (1997), Legal Determinants of External Finance, Journal of Finance, 52: 1131－1150.

[7]摇La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 1998. Law and Finance. Journal of Political Economy 106 (6): 1113 – 1155.

[8]摇Pistor, Katharina and Chenggang Xu (2004a), "Incomplete Law," Journal of International Law and Politics, 2004, pp. 931 – 1013.

[9]摇Pistor, Katharina and Chenggang Xu (2004b), "Governing Stock Markets in Transition Economies Lessons from China," American Law and Economics Review, 7 (1):2005. pp. 184 – 210.

[10]摇张念群等 (2003),《ST, PT 与退市案例—解读富有中国特色的股市现象》,北京:经济日报出版社,第 23—25 页。

ST System and the Administrative Governance of China's Stock Market

Du Julan[1] , Huang Manli[2]

(1. *Department of Economics*, *Chinese University of Hong Kong*, *Hong Kong*, *China*;

2. *College of Business*, *Lingnan University*, *Hong Kong*, *China*)

Abstract: With the jump – starting development of its stock market, China faces a very weak legal foundation for the protection of its investors and the regulation of its financial market. So the administrative governance conducted by governments plays a central role in promoting the development of the stock market. ST system, as a complement to the quota system, is introduced to deal with the problems of post-IPO moral hazard by imposing the threat of de-listing. Given the reputation and incentive effects of the quota system, the local governments want to maintain a good performance of their listed companies so that they will help organize a rescue or a restructuring of the ailing listed companies. In this article, we examined 165 public companies that were "specially treated" from 1998 to 2003. Our results show that government subsidies as well as various restructuring activities have helped ST firms to improve their corporate performance. This demonstrates the effectiveness of ST system as an administrative governance mechanism in maintaining the vigor of China's stock market.

Key words: China's stock market, ST system, administrative governance

(责任编辑摇摇何摇方)